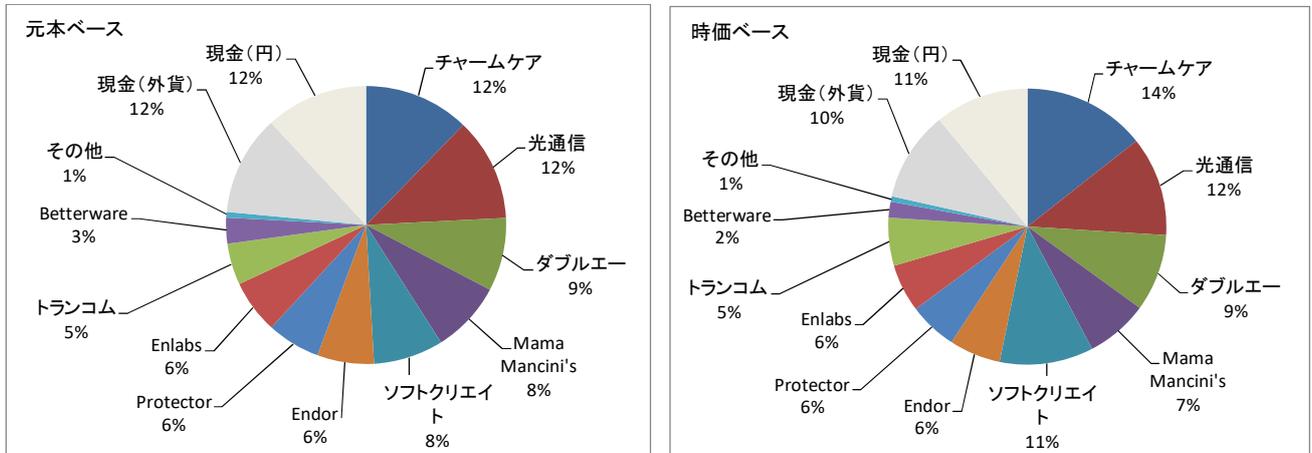
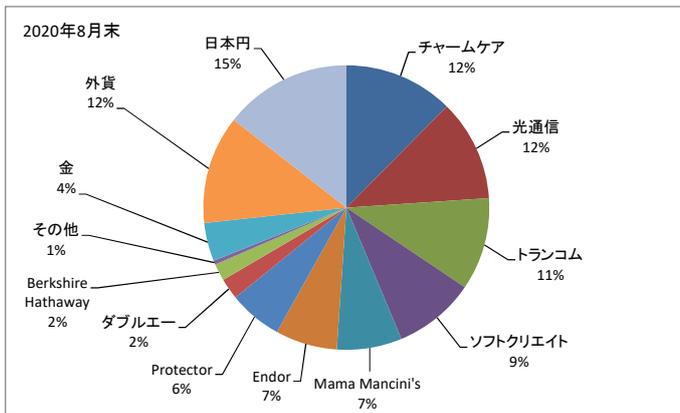


みなさま、

9月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、8月末のポートフォリオも記載しました。



9月は引き続きポートフォリオ整理を継続しました。ダブルエーを買い増す一方、現金比率 25%を維持するために、金・Berkshire Hathaway・トランコムを売却しました。ダブルエーは毎日の出来高が少ないのですが、元本ベースで 12.5%まで買いたと思っています。

7683 ダブルエー

ダブルエーは、2002年創業の靴小売企業です。創業者の肖社長（1972生）は中国出身。高校卒業後に日本に大学留学卒業後、靴メーカー「マルチウ産業」に就職。主に中国での生産を担当する中で、流通経路の非効率さにチャンスを感じて起業したそうです。奥様の丁さん（1973生）は監査法人で経験を積み、2006年に合流しています。

投資するとき、一番大切なのは競争優位性だと感じています。どんなに魅力的な市場があったとしても、競争相手が多ければ多いほど、稼ぎ続けることは大変です。競争相手が優秀であれば、尚更です。現在起業を考えている人の大半がIT系事業だと思います。世界中の優秀な頭脳が、一獲千金を夢見てITベンチャーを作り、支援するベンチャーキャピタルも資金潤沢です。ところが、これから靴屋をやろうという人はなかなかいないと思います。靴の需要は今後100年たってもなくなりません。(1) 必需品かつ、

(2) 既存プレーヤーが弱く、(3) 新規参入が少ないと三拍子揃った分野は、競争環境の変化が少ないため長期保有して大化けする企業を探しやすいと思います。家具のニトリ、服のユニクロ、スーパーの業務スーパーが好例です。

靴小売分野で上場している日本企業は以下の10社があります。ダブルユーとABCマートが10%以上の営業利益率を確保できている以外は、厳しい状況です（ロコンドは靴のECサイトを展開していて、広告宣伝費をコントロールしての赤字なので、例外です）。まず、既存プレーヤーが弱いと言えます。経営状況が悪いヒラキから右の7社の共通点は、(1) 社歴が40年以上と長いこと、(2) 社員1人あたり売上が低いこと、(3) 粗利益率が40%台と低いことです。流通過程に卸業者が入って中間マージンを取られていると想像します。取引関係を重視して高コストな流通経路を維持した結果、顧客ニーズを反映した製品を作れず、売上が鈍化した途端に営業赤字に陥っているようです。それに対し、ダブルユーは卸業者を使わず、直接工場発注するSPAというビジネスモデルなのでコスト構造が違います。既存企業もSPAに切り替えればよいと思うのですが、SPAを成功させるためには自社による企画、生産管理、在庫管理と追加能力が要求されます。既存の卸業者は自社発注の動きを警戒してくるでしょう。長い付き合いの業者と喧嘩して短期的な犠牲を払ってまでSPAに移行する決断ができる経営陣は、ほぼ皆無でしょう。ニトリやユニクロを見ても、SPAを成功させるためには事業の初期段階から指向する必要があるようです。この点から、ダブルユーの競争優位性は当分安泰かなと評価しています。

社名	ダブルユー	ABC	ロコンド	ヒラキ	アマガサ	アキレス	リーガル	東邦レマック	テヨダ	ジーフット
銘柄コード	7683	2670	3558	3059	3070	5142	7938	7422	8185	2686
決算期	Feb-20	Feb-20	Feb-20	Mar-20	Jan-20	Mar-20	Mar-20	Dec-19	Feb-20	Feb-20
	婦人靴	スポーツ	EC		婦人靴	婦人靴				
創業	2002	1985	2010	1978	1976	1947	1902	1958	1936	1931
社歴	18	35	10	42	44	73	118	62	84	89
社長	肖	野口	田中	伊原	早川	伊藤	武川	笠井	杉山	木下
生年	1972	1965	1980	1950	1955	1954	1957	1951	1952	1961
年齢	48	55	40	70	65	66	63	68	68	59
就任	2002	2007	2011	2019	2020	2012	2020	1997	2020	2019
シューズ事業										
社員数	484	8,488	412	581	281	340	1,980	117	5,918	5,313
正社員	258	5,859	120	255	123	221	1,173	101	1,774	1,357
臨時	226	2,629	292	326	158	119	807	16	4,144	3,956
1人当売上	29	32	21	27	17	35	15	79	19	17
国内1㎡売上		690							192	264
売上	14.0	272.3	8.6	15.9	4.8	11.9	29.2	9.3	113.5	89.1
自社商品比率		32%								
卸				0.3	1.3		14.7	9.3		
小売	11.3			7.3	3.0		14.4		87.9	
店舗数	134	1,333			36		123		1,029	889
国内	111	1,016								
海外	23	317								
EC	1.6		6.6	8.3	0.6					
ほか	1.1		2.0						25.6	
粗利	9.0	143.2	6.4	7.2	2.1		12.7	2.3	51.8	39.6
% margin	65%	53%	75%	45%	44%		43%	24%	46%	44%
販管費	-7.7	-99.8	-6.5	-6.8	-2.4		-13.4	-2.5	-53.0	-41.6
% margin	-55%	-37%	-76%	-43%	-50%		-46%	-27%	-47%	-47%
営業利益	1.4	43.4	-0.1	0.4	-0.3	-0.8	-0.7	-0.2	-1.2	-2.0
% margin	10%	16%	-1%	3%	-6%	-7%	-2%	-2%	-1%	-2%

ダブルユーの靴ブランドは、オリエンタルトラフィックです。もし商品や店舗についての感想を聞くことがあれば、是非教えてください。よろしくお願ひします。

長友

2020年9月30日@トロント